

Verso un nuovo allentamento monetario, ma quanto ampio?

La BCE ha segnalato, con il discorso del presidente Draghi del 18 giugno e con i verbali della riunione del 6 giugno, che il 25 luglio potrebbero essere annunciate nuove misure espansive, se non vi saranno stati miglioramenti significativi delle prospettive economiche. Ricordiamo che a marzo era già stato annunciato un nuovo programma TLTRO III, la cui prima asta biennale si svolgerà a settembre, e che a giugno la *forward guidance* è già stata estesa fino a tutta la prima metà del 2020 (sebbene segnalando tassi stabili).

La situazione economica non sembrerebbe richiedere un ulteriore allentamento della politica monetaria. Si sono visti i primi segnali coerenti con un superamento del minimo di attività reale dal terzo trimestre, e la crescita del PIL coerente con le indagini congiunturali resta positiva. La stessa BCE valuta basso il rischio di recessione. L'export si sta riprendendo, la dinamica occupazionale rimane positiva. Sul fronte dell'inflazione, il costo del lavoro sta aumentando, anche se la trasmissione ai prezzi è annullata dall'aumento della produttività e dalle pressioni competitive sui margini delle imprese. La dinamica del credito è stabile e positiva. Non c'è evidenza di restrizione delle condizioni del credito, e le condizioni finanziarie si sono allentate rispetto al 6 giugno. **Tuttavia, non c'è neppure il miglioramento significativo richiesto per evitare nuove azioni: quindi, la BCE dovrà sicuramente annunciare qualcosa.**

Ma che cosa? Riteniamo **probabile l'adozione di un orientamento espansivo nella *forward guidance***, che potrebbe preludere a un taglio del tasso sui depositi a -0,5% a settembre. Un taglio immediato è possibile, ma potrebbe avere ripercussioni negative sulla credibilità della Banca centrale. Una parte del consiglio direttivo sta iniziando a preoccuparsi per il rischio di apparire al traino delle valutazioni di mercato.

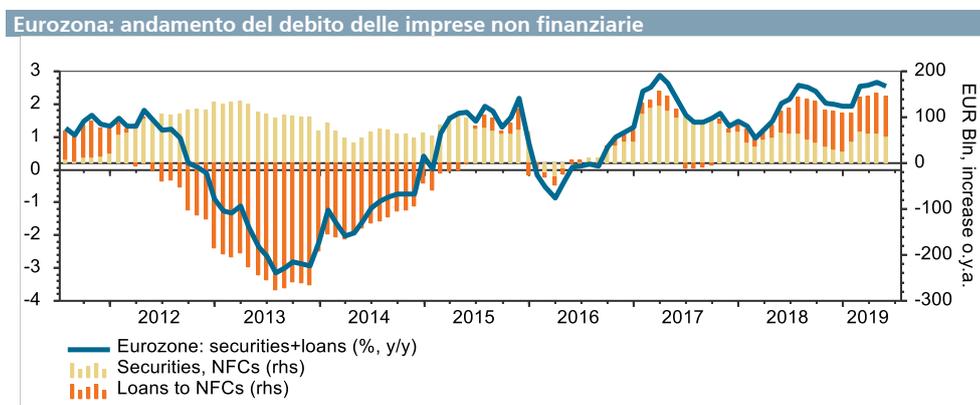
Probabili, e auspicabili, anche misure sull'APP. In particolare, un **allontanamento dal principio di neutralità nei reinvestimenti** e forse un **aumento dei limiti per emittente**.

18 luglio 2019

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Luca Mezzomo



Fonte: elaborazione su dati BCE

Documento basato sulle informazioni disponibili al 18 luglio 2019

Vedere l'Appendice per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni

La riunione del 25 luglio del consiglio direttivo BCE ha acquisito molta più rilevanza del previsto, da quando il presidente Draghi ha introdotto un netto orientamento espansivo nel suo discorso del 18 giugno, a neppure due settimane da una conferenza stampa ufficiale che era sembrata di mera transizione.

La sorpresa di Sintra: non un colpo di mano, ma una mossa preparata dal consiglio del 6 giugno

Al forum di Sintra sui 20 anni di politica monetaria europea, il [discorso introduttivo](#) tenuto dal presidente della BCE, Mario Draghi, il 18 giugno non è stato per nulla di ordinaria amministrazione. Dopo aver premesso che, **“in assenza di miglioramenti, in modo tale da minacciare il ritorno dell’inflazione al nostro obiettivo, saranno necessari ulteriori stimoli”**, Draghi ha annunciato che **“nelle prossime settimane, il Consiglio direttivo delibererà su come adeguare i nostri strumenti in funzione della gravità del rischio per la stabilità dei prezzi.”** In particolare, Draghi ha menzionato la possibilità di **“potenziare la *forward guidance*, modificandone l’orientamento e la condizionalità per tenere conto delle variazioni nel sentiero di aggiustamento dell’inflazione”**. Qui arriviamo al passaggio più controverso del discorso: Draghi continua affermando che **“questo [cioè, per logica, le modifiche alla *forward guidance*, n.d.a] si applica a tutti gli strumenti della nostra politica monetaria”**. Tuttavia, un’altra interpretazione è che si applichi al verbo anche se, a rigore, in tal caso Draghi avrebbe dovuto parlare di **“tutti gli altri strumenti”**. E, infatti, poi menziona due possibilità:

1. **“ulteriori tagli nei tassi ufficiali”**, assistiti da misure di mitigazione per contenere gli effetti negativi sui bilanci degli intermediari finanziari;
2. **interventi sull’APP**, che **“ha ancora considerevole spazio di manovra”**. Nello stesso paragrafo in cui si parla di APP, che è diverso da quello sui tassi, si precisa che **“i limiti che poniamo all’uso dei nostri strumenti è specifico alle contingenze che fronteggiamo”**, e che, quindi, bisogna essere flessibili. Ciò farebbe pensare a **possibili modifiche ai parametri dell’APP** come una possibile linea di azione per ricreare spazio alla politica monetaria.

Tempi e luogo di questa comunicazione non sono stati per nulla convenzionali. L’economia europea continua a crescere, il rischio di recessione appare ancora basso e, soprattutto, **la politica monetaria è già posizionata in modo molto accomodante**. Anche utilizzando il concetto di *shadow rate*¹ citato dallo stesso Draghi, nell’Eurozona si è verificato, dalla fine del 2018, un allentamento di ben due punti percentuali, che, in maggio, ha riportato tale misura ai livelli del 2017. Infine, la BCE ha appena annunciato un programma, il TLTRO III, che deve ancora essere avviato operativamente: se esiste tutta questa urgenza di muoversi, perché non sono state fissate condizioni più generose su quel programma, per cominciare? E perché non farlo a una riunione del consiglio direttivo? La risposta è arrivata successivamente dai verbali della riunione del 6 giugno. Il testo diffuso dalla BCE dice che **“il consiglio direttivo deve mostrare determinazione ad agire in caso di sviluppi sfavorevoli”**, preparandosi ad allentare la politica monetaria utilizzando **“tutti gli strumenti, se necessario”**. Alla luce della **“accresciuta incertezza”**, **“possibili misure potrebbero includere un’ulteriore estensione della *forward guidance*, un riavvio degli acquisti di titoli e una diminuzione dei tassi ufficiali”**. Sui tassi negativi è emerso qualche dubbio, motivato dal rischio che i benefici non superino più i costi, se la fase di tassi negativi diventa lunga, o se i tassi diventano ancora più negativi, e che potrebbe essere necessario intervenire con misure regolamentari (rafforzamento del **“quadro macroprudenziale e degli strumenti prudenziali”**) per limitare gli effetti collaterali avversi, oltre che mitigare gli effetti negativi sulla redditività degli

¹ Si veda: L. Krippner, Reserve Bank of New Zealand. <https://www.rbnz.govt.nz/research-and-publications/research-programme/additional-research/measures-of-the-stance-of-united-states-monetary-policy/comparison-of-international-monetary-policy-measures> .

intermediari. La mossa della BCE pare quindi andare nella direzione di fornire **un'assicurazione contro l'incertezza**, nell'ipotesi che i rischi negativi si materializzino almeno in parte.

Discorsi e interviste successive al 6 giugno non hanno mostrato alcun significativo dissenso rispetto a tale impostazione (v. Tabella B). I due membri del comitato esecutivo più presenti, **Coeuré** e **Lane**, hanno ribadito il messaggio che il consiglio direttivo è pronto ad adottare nuove misure, se necessario. Pochi governatori di Banche centrali nazionali hanno cercato di gettare acqua sul fuoco, e nessuno ha espresso un dissenso esplicito. **Mersch**, anche lui membro del comitato esecutivo, in un discorso del 29 giugno ha paventato il rischio che un'eccessiva focalizzazione sullo stimolo di breve termine danneggi la credibilità della Banca centrale, e ha sottolineato sia le maggiori pressioni al rialzo sui costi, sia i fattori di sostegno alla domanda interna. **Villeroy de Galhau** (Banque de France) ha sostenuto la necessità di garantire l'indipendenza dalle pressioni di breve termine, e di non mostrarsi troppo influenzati dalle valutazioni di mercato.

L'evoluzione della situazione economica dal 6 giugno

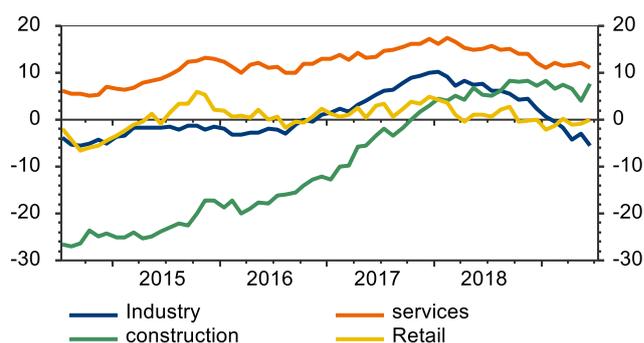
Curiosamente, mentre la BCE preparava l'annuncio di nuove misure espansive, i dati economici europei sono un po' migliorati.

Fig. 1 - Indici di sorpresa economica



Fonte: Refinitiv

Fig. 2 - Commissione Europea, indici di fiducia per settore



Fonte: Commissione Europea

Attività manifatturiera ancora fiacca, ma l'attività economica cresce

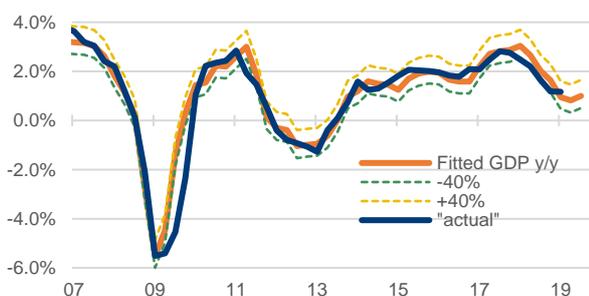
L'indice di sorpresa economica è tornato quasi in equilibrio. Le indagini di fiducia mostrano un quadro stabile per costruzioni, commercio al dettaglio e servizi, con livelli di attività superiori alla norma per servizi e costruzioni. Soltanto nel comparto manifatturiero la fiducia ha continuato a peggiorare (v. fig. 2), ma l'indice di produzione dell'indagine PMI ha toccato il minimo fra marzo e aprile, salendo di oltre un punto nel bimestre seguente.

I dati di produzione industriale per il mese di maggio sono stati migliori del previsto (+0,9% m/m), sicché anche una contrazione di 0,2% in giugno lascerebbe la media del secondo trimestre invariata rispetto al 1° trim. 2019. Anche le esportazioni di merci hanno visto accelerare il tasso di crescita da un minimo di 1,6% a/a in gennaio al 4,6-4,7% di marzo/aprile, un livello di poco inferiore a metà 2018. Su questo fronte, la sospensione dei dazi americani del 25% sul resto delle importazioni dalla Cina rimuove un rischio dallo scenario di brevissimo termine.

Le indagini congiunturali sono coerenti con una variazione del PIL nel secondo trimestre di 0,2-0,3% t/t, anche se per motivi di calendario al momento riteniamo più probabile che la variazione congiunturale del secondo trimestre resti fra 0,1% e 0,2%. La crescita continua a essere sostenuta da una dinamica occupazionale robusta (1,3% a/a nel 1° trim. 2019). Tuttavia, anche se il 2° trim.

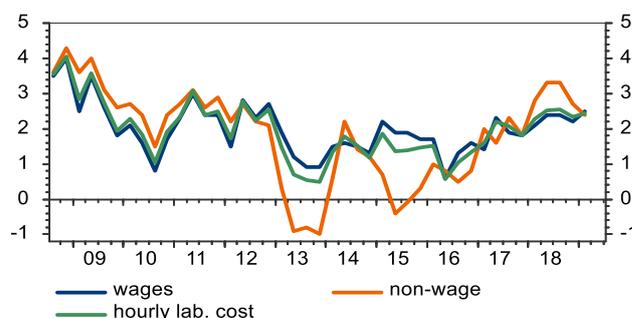
2019 ha probabilmente marcato il minimo di questa fase di debolezza, la riaccelerazione del terzo trimestre non è vigorosa, e i fattori di incertezza sono ancora presenti.

Fig. 3 - Le indagini di fiducia suggeriscono un possibile minimo nel 2° trim.



Fonte: stime Intesa Sanpaolo su dati Eurostat e IHS Markit. La stima qui rappresentata è basata sul livello e la variazione degli indici PMI

Fig. 4 - Costo del lavoro in accelerazione (var.ne % a/a)



Fonte: Eurostat

Salari, margini e prezzi: la catena interrotta

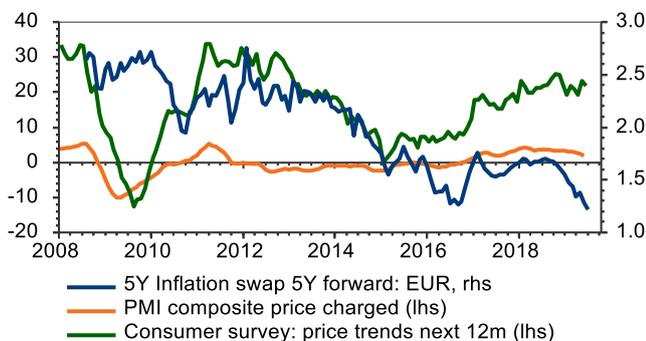
Sul fronte dei prezzi, è indubbio che l'andamento dell'inflazione resta molto statico, e che ben poco è cambiato nell'ultimo mese. Dal 2017, l'inflazione misurata sul paniere al netto di energia ed alimentari freschi ha continuato ad oscillare fra lo 0,8% e l'1,3% a/a, mentre quella sull'indice generale ha toccato effimeri picchi oltre il 2%. In giugno, l'indice *core* ha sorpreso al rialzo, ma la variazione tendenziale (1,0%) resta molto lontana dal 2%. Inoltre, il profilo stagionale dell'inflazione sarà calante, in estate, il che potrebbe offrire una giustificazione a nuove misure di stimolo.

La crescita dei salari ha reagito alla crescita occupazionale e alla riduzione del tasso di disoccupazione. Gli incrementi salariali (2,2% a/a nel 1° trim. 2019) sono superiori all'inflazione, e hanno mostrato un'accelerazione graduale dal minimo del 2016. Tuttavia, la trasmissione ai prezzi di vendita degli incrementi salariali non c'è, perché **gli incrementi di produttività compensano l'aumento del costo del lavoro.** Inoltre, **le imprese appaiono riluttanti ad aumentare i margini**, forse perché limitate dalla pressione competitiva. In aggiunta, il cambiamento tecnologico continua a ridurre i prezzi in alcune categorie merceologiche. Non è così scontato che ciò giustifichi un allentamento della politica monetaria. Al massimo, concede più spazio di manovra alla BCE per perseguire altri obiettivi.

La **rilevanza delle indicazioni di mercato sull'inflazione futura** è stata oggetto di dibattito nella BCE. Coeuré (membro del comitato esecutivo) e Villeroy de Galhau (Banque de France) hanno ridimensionato la rilevanza dell'indicatore, con il primo dei due che ha presentato evidenza del maggior potere previsivo delle aspettative dei consumatori nell'anticipare la tendenza dell'inflazione (sebbene non il suo livello), e il secondo che ha invitato a non affidarsi troppo a strumenti di mercato per misurare le aspettative di inflazione². Le aspettative dei consumatori si sono riavvicinate ai massimi del 2011-12. Le intenzioni di prezzo desumibili dall'indagine PMI composita sono in lieve regresso, ma restano indicative di prezzi in modesto aumento.

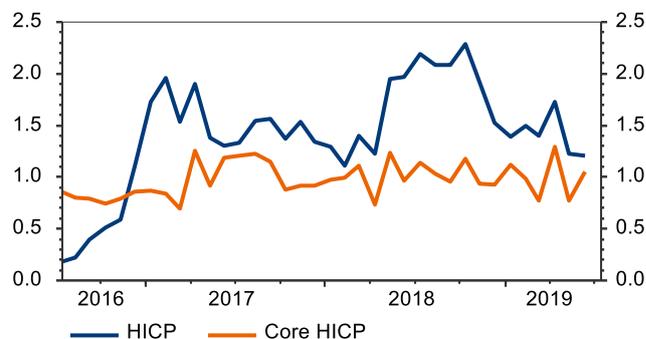
² " *Nous prenons note des indications du marché mais nous ne devons pas être dépendants des marchés [...]* Cela veut dire ne pas dépendre trop exclusivement des instruments du marché pour mesurer les anticipations d'inflation" (discorso introduttivo alla conferenza «75 ans après Bretton Woods – Penser les 75 prochaines années», Banque de France, 16 luglio, <https://www.banque-france.fr/intervention/75-ans-apres-bretton-woods-penser-les-75-prochaines-annees-paris>).

Fig. 5 - Inflazione: le aspettative di mercato divergono da quelle dei consumatori



Fonte: Eurostat, Refinitiv Datastream Charting e IHS Markit

Fig. 6 - Inflazione sottostante immobile dal 2017

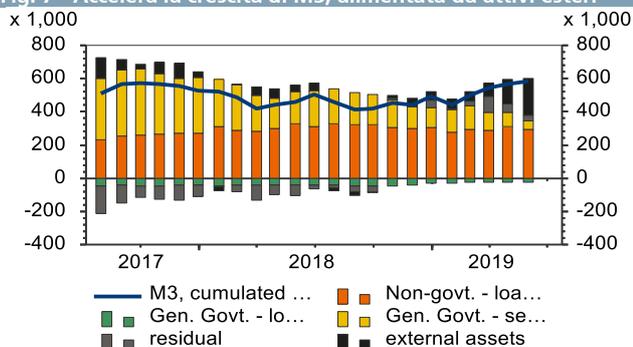


Fonte: Eurostat

Le condizioni finanziarie sono più accomodanti di prima

Le condizioni finanziarie si sono fatte più accomodanti da giugno. I tassi a medio e lungo termine sono calati ulteriormente, da un minimo di 7pb a 10 anni a 10pb sulla scadenza biennale. Ciò riflette forti aspettative di taglio del tasso sui depositi ormai consolidate nel mercato. Il cambio con il dollaro non registra sostanziali variazioni, ma l'euro si è indebolito verso il franco svizzero. In calo anche i *credit spread*, che beneficiano delle attese riguardo a una possibile riapertura dell'APP. Una netta flessione si è verificata anche sugli spread sovrani all'interno dell'Eurozona, con una sovra-performance del debito italiano che dipende anche dagli effetti positivi sul clima di fiducia dell'assestamento di bilancio sui conti 2019. Le misure BCE di stress finanziario sono calate nettamente in giugno.

Fig. 7 - Accelera la crescita di M3, alimentata da attivi esteri



Fonte: elaborazioni ISP su dati BCE

Fig. 8 - Eurozona: flusso netto di prestiti positivo e stabile



Fonte: elaborazioni ISP su dati BCE

Nel complesso, quindi, il mercato ha reagito intensamente ai segnali di allentamento monetario lanciati dal presidente Draghi il 18 giugno, e poi confermati dalla lettura dei verbali della riunione del consiglio direttivo del 6 giugno. Si sono però create anche aspettative piuttosto aggressive riguardo agli annunci della BCE, che potrebbe ora non essere così facile assecondare senza danneggiare la credibilità della Banca centrale. Non è un caso che il governatore della Banque de France, nello stesso discorso citato sopra, abbia recentemente rimarcato la **necessità di garantire anche l'indipendenza dalle pressioni "court-termistes"** dei mercati.

Le dinamiche sul fronte monetario hanno oggi poca rilevanza, a motivo dell'instabilità della domanda di moneta, tanto che la BCE ha silenziosamente abbandonato l'idea di utilizzare M3 come obiettivo intermedio. La crescita di M3 sta accelerando modestamente sulla scia di un aumento delle attività sull'estero, a fronte di un contributo sempre più piccolo dei crediti al settore

pubblico e della stabilità del contributo dato dai crediti al settore privato domestico. Su tale fronte, il flusso netto di impieghi bancari a imprese e famiglie è inferiore ai (modesti) picchi di fine 2017 – inizio 2018, come è normale che sia in un contesto di rallentamento della domanda aggregata, ma è nel complesso stabile. Se si considerano anche le obbligazioni emesse dalle imprese non finanziarie, **il tasso di crescita delle passività di queste ultime è vicino ai massimi**, per quanto su livelli perfettamente compatibili con l'attuale dinamica del PIL nominale. Infine, la BLS non ha fornito indicazioni di restrizione delle condizioni creditizie, mentre ha evidenziato attese di rallentamento della domanda futura di credito. Da questo punto di vista, non paiono esserci esigenze di nuove misure di stimolo.

Che cosa annuncerà la BCE il 25 luglio?

Le dichiarazioni di Draghi e la discussione interna al consiglio impegnavano la BCE ad adottare nuove misure alla riunione del 25 luglio ("nelle prossime settimane") "in assenza di miglioramenti, in modo tale da minacciare il ritorno dell'inflazione al nostro obiettivo." L'analisi precedente evidenzia qualche miglioramento (primi segnali di inversione del ciclo, riduzione del rischio immediato di *escalation* delle guerre commerciali), ma certamente di portata modesta. Data l'altezza dell'asticella (non si richiedeva un peggioramento dei dati per agire), **l'andamento dei dati successivo al 6 giugno è compatibile con l'annuncio di nuove misure**. L'andamento calante dell'inflazione nei mesi estivi dovrebbe offrire ulteriore copertura a misure di stimolo. D'altra parte, l'andamento del PIL non appare lontano dalle attese, non ci sono significativi rischi di recessione, né tanto meno di deflazione: perciò non ci sono giustificazioni per misure di emergenza: al massimo, ci sono motivi per ritocchi al quadro di politica monetaria in un'ottica di assicurazione contro i rischi.

Alla luce dell'elencazione di possibili misure fatta da Draghi, il passo più probabile è quello di una **modifica alla *forward guidance* che includa esplicitamente l'opzione di uno o più tagli dei tassi** ufficiali. Non riteniamo che il tasso refi sarà interessato dall'annuncio: eventuali tagli saranno limitati al tasso sui depositi, che peraltro è anche l'unico significativo per l'ancoraggio dei tassi di mercato, in questa fase di ampio eccesso di liquidità.

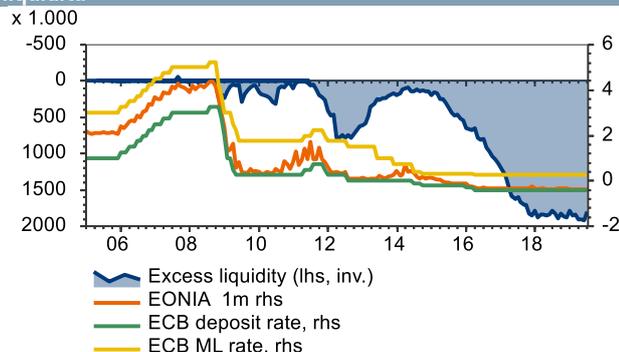
L'**abbandono della neutralità nel reinvestimento delle scadenze APP** è un'altra possibilità concreta, e anche un passo auspicabile. La modifica consentirebbe all'Eurosistema di allungare la scadenza dei reinvestimenti. Un'altra misura auspicabile per rendere più flessibile la politica monetaria futura è un **allentamento dei criteri per gli acquisti connessi all'APP**, innalzando in particolare il limite per emittente. Lo scenario non ci sembra invece maturo per ipotizzare fin da subito una riattivazione dell'APP³.

Una immediata **limatura del tasso sui depositi di 10pb** non può essere esclusa, ma probabilmente veicolerebbe un senso di urgenza eccessivo. Se sarà fatta, prevarrà l'interesse a congelare l'allentamento delle condizioni finanziarie scatenato dall'annuncio del 18 giugno, accettando il rischio di essere percepiti come succubi della pressione dei mercati. Una procedura più ordinata vorrebbe che il taglio fosse riservato per la riunione di settembre, e che fosse attuato soltanto se il rimbalzo dell'economia si rivelasse inferiore alle aspettative o se si materializzassero alcuni dei rischi dello scenario. Le dichiarazioni di Lane (v. i riferimenti in Tabella B) mostrano che la BCE sta usando i tassi negativi anche come strumento per spostare verso il basso i tassi a medio e lungo termine, stimolando gli operatori a utilizzare per le loro attese dei tassi futuri distribuzioni non troncate inferiormente. Perciò, fino a quando la svolta dell'economia non sarà chiara, dobbiamo aspettarci che la BCE non contrasti le aspettative di tagli che il mercato si formerà.

³ Si veda al riguardo la nota di C. Manenti, "La strada più facile è modificare l'APP", *Interest Rate Strategy*, Intesa Sanpaolo, 2 luglio 2019; per le problematiche connesse al *tiering* del tasso sui depositi: C. Manenti, *Market Consequences of Draghi's speech*, Intesa Sanpaolo, giugno 2019.

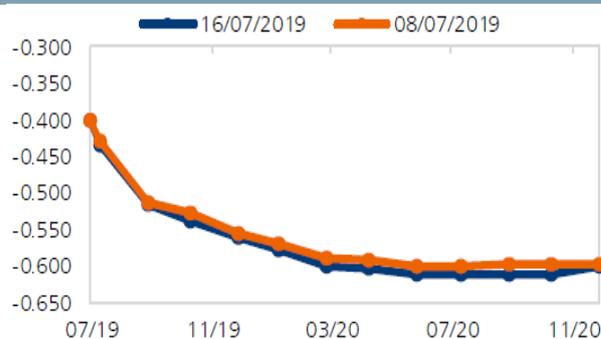
Non va dimenticato che un'importante misura espansiva è già stata annunciata, ma non ancora attuata: il nuovo programma **TLTRO III**, la cui prima asta si svolgerà a settembre.

Fig. 9 - BCE: corridoio dei tassi ufficiali, EONIA ed eccesso di liquidità



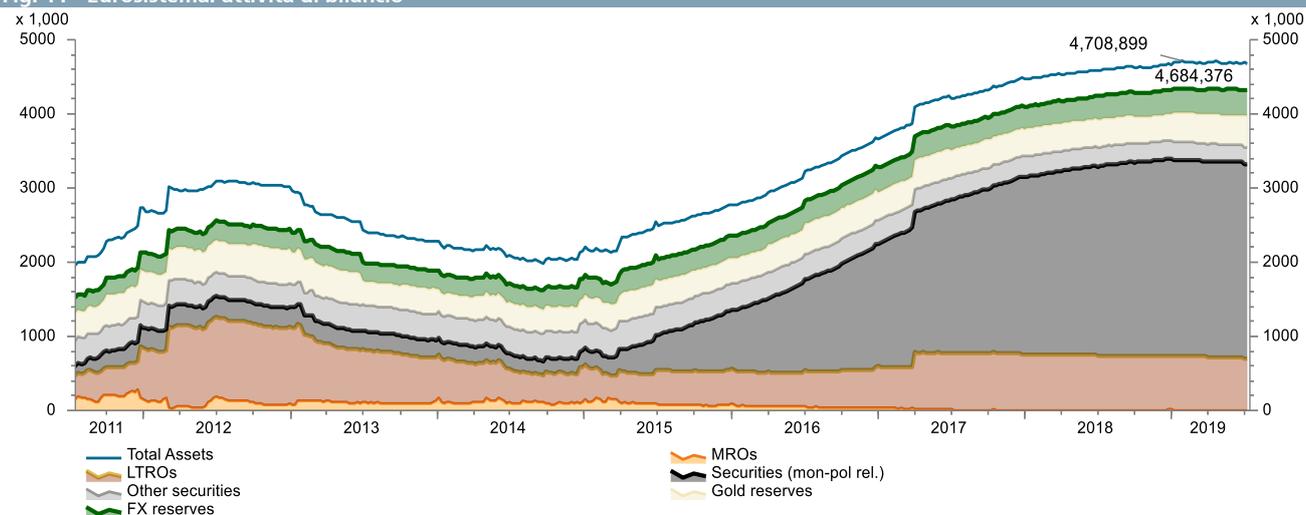
Fonte: Refinitiv Datastream Charting, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 - La curva OIS sconta una limatura del tasso sui depositi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

Fig. 11 - Eurosystema: attività di bilancio



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tabella A – Calendario delle prossime riunioni di politica monetaria del consiglio direttivo

2019	25/07	12/09	24/10	12/12
2020	23/01	12/03	30/04	04/06
	16/07	10/09	29/10	10/12

Fonte: Banca Centrale Europea, <https://www.ecb.europa.eu/press/calendars/mqcgq/html/index.en.html>

Tabella B - Interventi di membri del consiglio direttivo dall'ultima riunione

Membro	Data	Tipo	Messaggio
Draghi	18/06	Discorso	Nelle prossime settimane, "in assenza di miglioramenti, in modo tale da minacciare il ritorno dell'inflazione al nostro scopo, saranno necessari ulteriori stimoli", nella forma di modifiche alla <i>forward guidance</i> , tagli dei tassi o modifiche all'APP.
Mersch	29/06	Discorso	I fattori che alimentano l'espansione economica sono ancora attivi, anche se i rischi sono verso il basso. Le pressioni sul costo del lavoro si sono rafforzate ed estese. "Una strategia affidabile è un'ancora per una politica monetaria credibile. Discussioni erratiche sulle misure per il solo scopo di fornire stimolo di breve termine rischiano di minare tale credibilità nel lungo termine".
Lane	01/07	Discorso	In assenza delle misure non convenzionali, crescita e inflazione sarebbero state più basse. Il contributo maggiore è venuto da APP e TLTRO. Rimuovendo il limite dello zero, i tassi negativi hanno consentito di abbassare i rendimenti a medio e lungo termine, anche se potrebbero generare effetti collaterali negativi (che potrebbero suggerire l'adozione di misure di mitigazione). Il programma TLTRO ha abbassato i costi della raccolta, accentuato l'effetto scarsità nel mercato obbligazionario, aumentato il volume del credito nei paesi non vulnerabili e ridotto il costo del credito nei paesi vulnerabili. "È essenziale che una Banca centrale mostri coerenza nelle sue decisioni di politica monetaria, reagendo proattivamente agli shock che potrebbero ritardare la convergenza dell'inflazione al target".
De Guindos	04/07	Discorso	Sarà necessario rafforzare l'uso anticiclico degli strumenti macro-prudenziali. Inoltre, si dovranno sviluppare e dispiegare strumenti analoghi anche nel settore finanziario non bancario, che potrebbe star contribuendo alla sottovalutazione del rischio, in questo periodo. Infine, va completata la <i>Capital Markets Union</i> .
Coeuré	09/07	Intervista	La BCE è conscia degli effetti collaterali delle sue misure, che tuttavia sono necessarie per riportare l'inflazione verso l'obiettivo. Il consiglio direttivo ha dichiarato che è pronto ad agire se nuovi rischi al ribasso si materializzassero. Pronti a tagliare i tassi, se necessario, anche se sono molto bassi; a modificare i reinvestimenti; infine, potrebbero anche essere riattivati gli acquisti netti APP, se richiesto dalle circostanze. Tali circostanze potrebbero essere costituite da "una serie di shock negativi" che ci allontanano dall'obiettivo.
Lane	09/07	Intervista	Non si attende una recessione, ed è vero che l'economia europea sta andando bene per certi aspetti. Tuttavia, l'inflazione resta sotto gli obiettivi e ci sono rischi al ribasso. Una politica monetaria molto espansiva è necessaria per riportare l'inflazione all'obiettivo. Non è più opportuno guardare agli aggregati monetari come obiettivo intermedio a causa dell'instabilità della domanda di moneta.
Coeuré	11/07	Discorso	L'indicazione più utile sulla tendenza dell'inflazione è quella fornita dalle <i>survey</i> dei consumatori. I mercati tendono a iper-reagire e l'inflazione desunta dalle curve risente troppo della volatilità del premio per il rischio. Tuttavia, ciò ha dei risvolti positivi, perché consente di anticipare l'allentamento monetario.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
Macroeconomic Analysis		
Macro & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesaspaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesaspaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesaspaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesaspaolo.com
Macroeconomia		
Andrej Arady		andrej.arady@intesaspaolo.com
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesaspaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesaspaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesaspaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesaspaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesaspaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesaspaolo.com

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Banca IMI S.p.A. Milano, Banca IMI SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Banca IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Banca IMI S.p.A. e Intesa Sanpaolo S.p.A. sono entrambe società del Gruppo Intesa Sanpaolo. Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. sono entrambe banche autorizzate dalla Banca d'Italia ed entrambe sono regolate dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Né Intesa Sanpaolo S.p.A. né Banca IMI S.p.A. assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A.

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Banca IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Per i soggetti residenti in Italia: il presente documento è distribuito esclusivamente a clienti professionali e controparti qualificate come definiti nel Regolamento Consob no. 20307 del 15.02.2018, come successivamente modificato ed integrato, in formato elettronico e/o cartaceo.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Banca IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi il dettaglio dei contatti sopra).

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: https://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_dlgs_231_2001.jsp che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo https://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_doc_governance.jsp, ed in versione sintetica sul sito di Banca IMI S.p.A. all'indirizzo <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/normative.html>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo https://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_wp_studi.jsp ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Banca IMI S.p.A., una delle società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.